

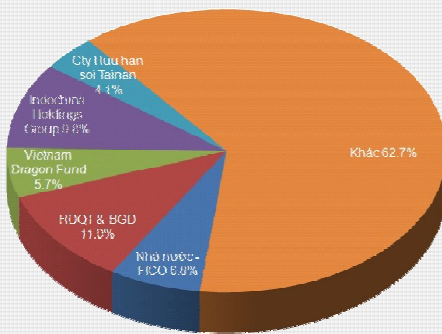
CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC - CTD

KHUYẾN NGHỊ: MUA

THÔNG TIN TỔNG QUAN

NGÀNH	BẤT ĐỘNG SẢN
NIÊM YẾT	HOSE
MÃ CK	CTD
VĐL (tỷ đồng)	184,5
CAO NHẤT 52 TUẦN	N/A
THẤP NHẤT 52 TUẦN	N/A
KLGDĐQ 10 NGÀY	N/A

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



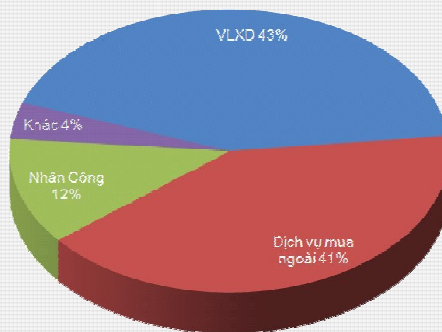
Nguồn: BCTC 9T2009 CTD

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

GIÁ (1/20/2010) VND*	95.000
VHTT (tỷ đồng)	1.752
EPS 2009 F (VND)	11.924
P/E 2009 F*	8,0
P/B 2009 F*	1,7
ROA Trailing 4Q %	15,4
ROE Trailing 4Q %	20,1

*giá tham khảo

CƠ CẤU CHI PHÍ 9T2009



GIỚI THIỆU

Công ty cổ phần Xây dựng Cotec (Coteccons với mã niêm yết CTD), tiền thân là bộ phận khối xây lắp thuộc Công ty kỹ thuật xây dựng và vật liệu xây dựng – Tổng công ty vật liệu xây dựng số 1 (FICO) thuộc Bộ xây dựng, được cổ phần hóa ngày 24/08/2004. Coteccons được xem là một trong những công ty xây dựng hàng đầu Việt nam, đã thực hiện nhiều dự án lớn như dự án the Manor, Saigon Pearl, Avalon, toà nhà Gemadept, Centrepont Tower, Trung tâm hội nghị và triển lãm Sài Gòn, và trường đại học RMIT. CTD sẽ chính thức niêm yết trên Hose vào ngày 20/01/2010 với vốn điều lệ đăng ký ban đầu là 184,5 tỷ.

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2009, Coteccons thực hiện được 1.447 tỷ doanh thu và 157,8 tỷ lợi nhuận sau thuế. Với kết quả này, CTD đã hoàn thành 74,2% kế hoạch doanh thu 1.950 tỷ cho năm 2009. So với cùng kỳ năm 2008, doanh thu 9T2009 của công ty tăng 18,2% trong khi lợi nhuận sau thuế tăng đến 70,8%. Tỷ suất lợi nhuận gộp biên 9T2009 được cải thiện đáng kể đạt 13,6% so với mức 9,04% trong năm 2008 là nguyên nhân chính giúp lợi nhuận sau cùng tăng mạnh. Với khả năng đáp ứng được yêu cầu của các dự án lớn đòi hỏi về trình độ chuyên môn kỹ thuật cao cùng với máy móc thiết bị hiện đại mà các công ty khác trong ngành không thực hiện được, CTD thu được mức phí cao hơn đối với các dự án này, và giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên đáng kể.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 9T2009 so với 9T2008

Chỉ số tài chính	9T2009	9T2008	% +/-
Doanh thu (tỷ đồng)	1.447,7	1.224,7	18,2
LNST (tỷ đồng)	157,8	92,4	70,8
GVHB (tỷ đồng)	1.251,2	1.113,9	12,3
Tỷ suất LN gộp biên %	13,6	9,0	50,4
Tỷ suất LN thuần biên %	10,9	7,5	45,3

Nguồn: BCTC CTD & VCSC

Khả năng đạt được 2.000 tỷ doanh thu và 220 tỷ LNST cho cả năm 2009. Chúng tôi dự phóng CTD có thể thực hiện được 550 tỷ doanh thu và 62 tỷ LNST trong Q409 do nhiều dự án chạy nước rút để hoàn tất vào cuối năm. Bên cạnh đó, một số dự án đã được triển khai vào giữa năm dự kiến sẽ bắt đầu được ghi nhận doanh thu theo tỷ lệ hoàn thành công trình như dự án khu dân cư Kenton, cảng hàng hóa Tân Sơn Nhất, Riverpark H18, và đảo Kim Cương.

Bảng 2: Dự phóng năm 2009

Dự phóng 2009 (tỷ đồng)	9T	Q4	2009
Doanh thu	1.447	550	1.997
GVHB	1.251	475	1.726
Lợi nhuận gộp	196	75	271
Chi phí hoạt động	22	8	30
Doanh thu tài chính	34	7	41
Dự phòng tài chính	23	-	23
Thu nhập khác	3	1	4
Lợi nhuận trước thuế	188	75	263
Thuế TNDN *	30	13	43
Lợi nhuận sau thuế	158	62	220
Tỷ suất LN thuần %	10,9	11,3	11,0

*CTD được hưởng ưu đãi thuế 2007-2009

VCSC dự phóng

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC - CTD

DỰ ÁN

Thiết kế Khu dân cư Kenton



Kenton Residences: "Ốc đảo xanh" giữa lòng thành phố

Khu dân cư Kenton đang thực hiện



Đảo Kim Cương



Carina plaza trong quá trình thực hiện



Do ảnh hưởng bởi khủng hoảng và những yếu tố không thuận lợi của thị trường, CTD đã thực hiện trích lập 23 tỷ dự phòng cho khoản đầu tư tài chính dài hạn trị giá 258 tỷ trong Q3. Chúng tôi nhận định rằng CTD sẽ không thực hiện trích lập thêm hay hoàn nhập khoản dự phòng này trong Q4. Doanh thu tài chính của công ty được dự phóng dựa trên lợi nhuận từ các công ty liên doanh và lợi nhuận thu được từ các khoản đầu tư ngắn hạn.

Thu nhập ổn định cho các năm 2010 và 2011 nhờ vào các hợp đồng xây dựng tốt với tổng giá trị dự kiến đạt 3.122 tỷ. Bên cạnh các dự án trúng thầu trong 3Q09, CTD còn ký kết được 2 hợp đồng lớn trong Q409 gồm khu Resort Marble Mountain do Indochina làm chủ đầu tư (trị giá 900 tỷ) và Ocean Villas do Vinacapital làm chủ đầu tư (trị giá 360 tỷ). Chúng tôi dự phóng tổng các giá trị hợp đồng CTD còn phải thực hiện đạt 3.122 tỷ đồng, là nguồn đảm bảo đem lại lợi nhuận ổn định cho công ty (Bảng 5)

Một dự án quan trọng là Đảo Kim Cương, có tổng giá trị đầu tư 350 triệu USD trên khu đất rộng 8 ha ở Quận 2, sẽ là yếu tố đóng góp lớn cho công ty trong năm 2010 và 2011. Mặc dù giá trị hợp đồng hiện tại cho dự án này chỉ đạt 200 tỷ cho giai đoạn 1, với vị trí là nhà thầu chính của dự án, CTD sẽ có cơ hội tiếp tục thực hiện các giai đoạn tiếp theo, do đó, doanh thu dự kiến sẽ được ghi nhận đáng kể đến năm 2011.

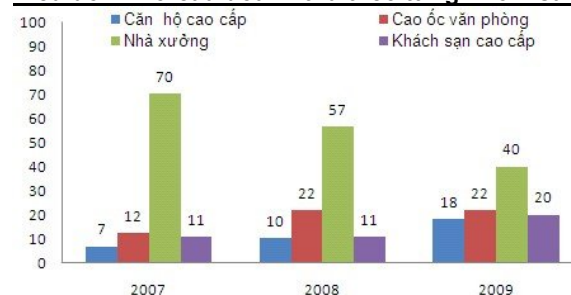
Bảng 3: Dự phóng giai đoạn 2009-2011

Tỷ đồng	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu	1.823	1.997	2.150	2.400
LNST	144	220	200	225
Tỷ suất LNST %	7,9	11,0	9,3	9,4
Tăng trưởng LNST %	15,2	53,4	-9,6	12,5

Nguồn: BCTC 2008 và BCB 9T2009 của CTD

Tỷ suất lợi nhuận sẽ được củng cố bởi sự hồi phục của ngành xây dựng công nghiệp. Trong 2 năm qua, cơ cấu doanh thu của CTD có sự chuyển dịch từ xây dựng công nghiệp sang xây dựng các cao ốc và khu nghỉ dưỡng cao cấp. Điều này đáng được lưu ý do doanh thu từ xây dựng nhà xưởng đem lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn các phân khúc khác. Theo CTD, sự chuyển dịch này là do ảnh hưởng bởi khủng hoảng toàn cầu, nhưng công ty hy vọng sẽ nhanh chóng cân bằng lại cơ cấu doanh thu này khi kinh tế phục hồi. Chúng tôi nhìn nhận đây sẽ là yếu tố quan trọng củng cố cho tỷ suất lợi nhuận của Cotecons trong các năm tới, phần nào bù đắp cho rủi ro CTD không thể tiếp tục duy trì mức phí cao trong tương lai.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo từng nhóm sản phẩm



Nguồn: BCB CTD & VCSC

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC - CTD

Lợi thế cạnh tranh mạnh giúp CTD đạt được tỷ suất lợi nhuận cao hơn các đối thủ cạnh tranh cùng ngành. Tính theo số liệu 9T2009, tỷ suất lợi nhuận thuần biên của CTD đạt 10,8% so với mức 5,8% của DCC, 1,5% của HBC, và 3% của SC5. Chúng tôi cho rằng CTD có được 2 thế mạnh vượt trội giúp cho công ty có khả năng đạt được tỷ suất lợi nhuận cao gồm:

Thứ nhất, chỉ trong vòng 5 năm Coteccons đã tạo dựng thành công cho mình vị trí đầu ngành xây dựng Việt Nam. Công ty đã đạt được những kết quả nổi bật nhờ vào vòng quay hàng tồn kho cao, chi phí hoạt động thấp, có khả năng hạn chế rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu làm ảnh hưởng đến tiến độ xây dựng cũng như tỷ suất lợi nhuận. Vòng quay hàng tồn kho của CTD có thể đạt đến 11x so với đối thủ cạnh tranh gần nhất là HBC chỉ với 8x, trong khi chi phí hoạt động của công ty trên doanh thu là 1,4% so với mức 2,1% của HBC.

Thứ hai, Coteccons thu hút được một nguồn nhân lực dồi dào và có năng lực cao gồm đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm có khả năng đưa ra các quyết định nhanh chóng và chịu trách nhiệm về hành động của mình, cùng với đội ngũ kiến trúc sư, thiết kế viên, kỹ sư... giàu năng lực và trung thành. Hiện nay đội ngũ này của Coteccons có khả năng quản lý hiệu quả cùng lúc đến 30 dự án và 10.000 lao động.

Chính hai ưu thế nổi bật này đã giúp cho CTD tham gia bỏ thầu cho các dự án với mức 5% cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh trong nước và khoảng 10-15% thấp hơn so với các đối thủ nước ngoài như Daewoo và Hyundai. Với vị trí này, công ty đã thành công trong việc chiếm được nhiều hợp đồng cho các dự án lớn với tỷ suất lợi nhuận cao. Nhờ đó, Coteccons đạt được kết quả kinh hiệu quả với suất sinh lợi cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh chính của mình (chúng tôi chọn ra một số công ty có tỷ lệ doanh thu xây dựng tương đồng)

Bảng 4: So sánh kết quả kinh doanh của một số công ty trong ngành xây dựng:

Chỉ tiêu 9T2009	CTD	DCC	HBC	SC5
% Doanh thu xây dựng/Tổng doanh thu	100	100	86	26
Vòng quay hàng tồn kho (x)	11	3	8	1
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	415	25	160	71
Tổng nợ (tỷ đồng)	326	170	773	1.027
% Chi phí hoạt động/Doanh thu	1,4	3,2	2,1	0,5
% Chi phí lãi vay/Doanh thu	0,0	0,1	1,2	1,3
Doanh thu (tỷ đồng)	1.447	303	1.337	861
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	157	17,7	20,3	25,8
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên (%)	13,6	5,8	4,6	5,8
Tỷ suất lợi nhuận thuần biên (%)	10,8	5,8	1,5	3,0
ROA % trailing 4 quý gần nhất	15,4	4,4	1,8	2,8
ROE % trailing 4 quý gần nhất	20,1	8,2	4,0	16,5

Nguồn: BCTC của CTD & VCSC

Bảng 5: Danh mục một số dự án chính của CTD và ước tính giá trị dự án tại thời điểm 01/01/2010

#	Dự án	Vị trí	Giá trị còn lại (E)	Tình trạng	Thời gian
1	Khu dân cư cao cấp Kenton	Nhà Bè	297	Khởi công 6/2009	16 tháng
2	Nha Trang Plaza	Nha Trang	148	Khởi công 12/2008	24 tháng
3	Cảng hàng hóa sân bay TSN	TSN, HCM	245	Khởi công 7/2009	11 tháng
4	Khu dân cư Riverpark H18	Nam Sài Gòn	318	Khởi công 10/2009	22 tháng
5	Cao ốc Ngân hàng Nam Á	Q3, HCM	90	Khởi công 11/2009	14 tháng
6	Satara Đạt Thành	Phú Nhuận HCM	50	Khởi công 10/2009	8 tháng
7	Carina Plaza – Giai đoạn 2	Q8, HCM	259	Khởi công 01/2010	12 tháng
8	Cao ốc MIPEC	Đống Đa, Hà Nội	13	n/a	n/a
9	Cao ốc Lan Phương	Thủ Đức, HCM	n/a	n/a	n/a
10	Đảo Kim Cương	Q.2, HCM	170	Khởi công 09/2009	20 tháng
11	Resort Marble Mountain	Đà Nẵng	1.172	Khởi công 04/2009*	26 tháng
12	Ocean Villas	Đà Nẵng	360	Khởi công 2/2010	12 tháng
Tổng cộng (E) (tỷ đồng)			3.122		

*Hợp đồng dự án Resort Marble Mountain trị giá 900 tỷ được ký vào 12/2009

Nguồn: BCB CTD & VCSC

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC - CTD

Kế hoạch phát triển một số dự án bất động sản. CTD là chủ sở hữu duy nhất của dự án Cao ốc văn phòng Cotecons Tower cao 13 tầng được xây dựng trên diện tích đất 1.361 m² trên đường Điện Biên Phủ, Q. Bình Thạnh. Công ty dự định sẽ dùng một phần cao ốc làm trụ sở chính và cho thuê phần còn lại khi cao ốc này được hoàn thành vào cuối năm 2010. Đồng thời, Cotecons cũng tham gia với tư cách là đối tác chiến lược liên doanh trong 6 dự án bất động sản khác và nắm giữ một khu đất trên đường Điện Biên Phủ với giá trị 64,6 tỷ cho đầu tư dài hạn. Chúng tôi do đó dự kiến từ năm 2010 trở đi, hoạt động bất động sản sẽ có đóng góp vào tổng doanh thu của Cotecons tuy nhiên với tỷ lệ khá nhỏ so với hoạt động chính là xây dựng.

ĐỊNH GIÁ

Hoạt động xây dựng là nguồn ổn định đem lại gần như 100% doanh thu cho CTD, chúng tôi do đó cân nhắc định giá CTD bằng phương pháp P/E dựa trên một số đối thủ cạnh tranh chính và tương đồng với công ty như DCC, HBC, và SC5.

Bảng 6: P/E của một số công ty xây dựng và bất động sản theo giá ngày 15/01/2010

	CTD	BCI	DCC	HBC	LCG	SC5
Giá (đồng)	129,0	54,2	27,1	36,5	76,0	62,5
VHTT (tỷ đồng)	2.380	3.252	268	552	1.900	645
LNST 2009F (tỷ đồng)	220	229	23	40	190	50
P/E 2009F	10,8	14,2	12,1	13,8	10,0	12,9

Nguồn: VCSC

Trên quan điểm khá thận trọng, chúng tôi sử dụng P/E thấp hơn trung bình ngành 10%, tương đương 10,8x để định giá cho CTD. Với dự phóng EPS 2009 là 11.924 đồng, giá trị mỗi cổ phiếu Cotecons đạt khoảng 129.000 đồng.

KHUYẾN NGHỊ

CTD sẽ niêm yết với giá tham chiếu là 95.000 đồng/cổ phiếu, tương đương thấp hơn 26% so với mức định giá 129.000 đồng/cổ phiếu của chúng tôi. Với giả định chính là CTD sẽ đạt được mức tăng trưởng ổn định, chúng tôi hoàn toàn tự tin vào khả năng này của Cotecons dựa vào (1) CTD là một công ty xây dựng hàng đầu cả nước với thành tích đã thực hiện nhiều dự án nổi bật đạt tiêu chuẩn cao, thành công trong việc tạo nên tên tuổi và uy tín công ty. (2) CTD có năng lực tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào, nợ vay ngắn hạn thấp và gần như không có vay nợ dài hạn. (3) Không như hoạt động bất động sản có suất sinh lời cao hơn nhưng đồng thời cũng rủi ro hơn trước các biến động của thị trường, hoạt động xây dựng của CTD tuy tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhưng đảm bảo đem đến cho công ty nguồn thu nhập và lợi nhuận ổn định hơn. Do đó, chúng tôi có khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Cotecons.

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG COTEC - CTD

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2007A	2008A	9T2009	FY2009F
Doanh thu	1,344,555	1,823,189	1,447,681	1,997,000
Giá vốn hàng bán	1,215,601	1,656,424	1,251,227	1,726,000
Lợi nhuận gộp	128,954	166,765	196,454	271,000
Doanh thu hoạt động tài chính	-	-	332,796	410,000
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	141,485	164,377	187,481	263,000
Lợi nhuận trước thuế	143,202	167,403	188,722	263,000
Chi phí thuế TNDN	17,818	23,215	30,901	43,000
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	125,384	144,187	157,821	200,000
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2007A	2008A	9T2009	2009F
Tài sản ngắn hạn	716,511	758,852	937,524	979,703
Tiền và các khoản tương đương tiền	352,430	361,909	414,923	457,102
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80,000	77,637	119,623	119,623
Các khoản phải thu ngắn hạn	173,190	154,408	237,352	237,352
Hàng tồn kho	100,475	149,512	128,005	128,005
Tài sản lưu động khác	10,416	15,386	37,621	37,621
Tài sản dài hạn	252,123	397,226	415,078	415,078
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	30,884	65,122	98,648	98,648
Bất động sản đầu tư	64,663	64,663	64,663	64,663
Đầu tư tài chính dài hạn	155,278	254,020	235,716	235,716
Tài sản dài hạn khác	1,298	13,421	16,051	16,051
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	968,634	1,156,078	1,352,602	1,394,781
Nợ ngắn hạn	169,531	259,948	325,847	325,847
Nợ dài hạn	-	47	28	28
TỔNG CỘNG NỢ PHẢI TRẢ	169,531	259,995	325,875	325,875
Vốn chủ sở hữu	799,103	896,083	1,026,727	1,068,906
Vốn điều lệ	120,000	120,000	184,500	184,500
Thặng dư vốn cổ phần	565,200	565,200	569,700	569,700
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	518	84,671	109,671	116,121
Quỹ dự phòng tài chính	8,631	14,901	22,110	23,110
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	93,988	96,630	143,853	163,775
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	10,766	14,681	(3,107)	11,700
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	968,634	1,156,078	1,352,602	1,394,781
CHỈ TIÊU	2007A	2008A	9T2009	2009F
Tỷ suất LN gộp (%)	9.59	9.15	13.57	13.57
Tỷ suất LN ròng (%)	9.33	7.91	10.90	10.02
EPS (VND)	10,449	12,016	8,554	10,840
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu đơn vị)	12.00	12.00	18.45	18.45

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Trương Vĩnh An	an.truong@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn
Vũ Thành Tú	tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>